Domingo 29 de octubre de 1995 - Año 6 N° 287

CASH

Suplemento económico de Página/12

La pelea Menem-Cavallo
CULEBRON INTERMINABLE
Por Alfredo Zaiat
El Buen Inversor, página 7

Recesión
EL LADO OSCURO
Por Nicolás Gadano
Página 6

Crisis de la Convertibilidad
EN EL PEOR DE LOS MUNDOS
Por Guillermo Rozenwurcel
Enfoque, página 8

Después de la crisis financiera que precipitó el efecto tequila, los bancos han empezado a abrir líneas de créditos hipotecarios. El menú de tasas, plazos y condiciones

LADRILLO A LA VISTA

- Las tasas están apenas un par de puntos por encima de los meses previos al tequila
- Se mantuvieron los plazos de 5, 10 y 15 año
- Cada banco tiene una estructura de gastos diferente
- Las entidades quieren dar más créditos pero los potenciales tomadores no se animan a endeudarse
- La incertidumbre económica –el creciente desempleo– y política –las internas de gobierno– está frenando el desarrollo del mercado



CREDITOS

Producción de
Pablo Ferreira

Tras la debacle del efecto tequila, el mercado de préstamos hipotecarios empieza a recuperarse, con tasas en descenso y la perspectiva de una baja adicional a partir de la securitización –muy avanzada en la banca privada– hacia fin de año. De la encuesta efectuada por **CASH**, entre varios de los principales bancos locales, oficiales y extranjeros, surge que se han mantenido las condiciones generales de los préstamos y los plazos son similares al año pasado (incluso son mayores en ciertos casos). Pero ahora los créditos son en moneda dura y a tasas variables. Las tasas –existen pocas opciones a tasa fija– se ubican en niveles un par de puntos menores al apogeo de la crisis, pero por encima del que se pactaban antes del tequila.

Mientras las tasas variables rondan hoy el 15 por ciento anual las fijas oscilan en torno del 18 por ciento. El Banco Francés, por ejemplo, que opera en el segmento de estas últimas, las bajó días atrás de 19 al 17,5 por ciento cuando antes de diciembre estaban en el 14,5. Otro tanto ocurrió en la Banca Nazionale del Lavoro: su tasa variable tras subir del 12,5 por ciento a 10 años hasta un máximo del 17 por ciento a 7 años, las tiene actualmente en el 15,5% y al mismo plazo anterior.

"En promedio, los bancos que ya estaban en el mercado están un poco más altos en tasa, y también es cierto que hasta el tequila éramos los únicos con tasa variable y ahora el resto está siguiendo ese camino", señaló Horacio Cagliani; gerente de Productos Financieros de la BNL.

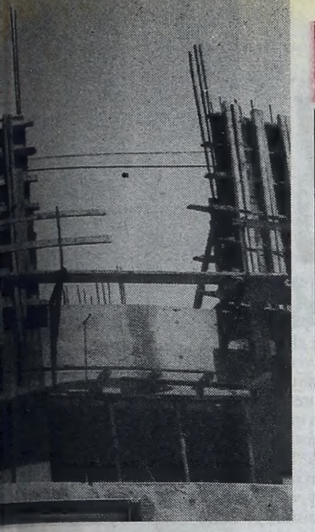
La preeminencia de los préstamos en dólares y a tasa variable se explica por su considerable diferencia de tasas –máxime si se los compara con los créditos en peso y a tasa fija (la combinación óptima)– pero implican asumir un doble riesgo, y además las cláusulas de ajustes no siempre son fáciles de entender y menos de verificar. "La gente tiende a endeudarse en dólares por una cuestión de tasas", destacó Carlos Orlando, gerente de Negocios Inmobiliarios del Banco Río, que precisamente tiene una de las escasísimas opciones de pesos a tasa fija, pero su elevado costo (24 por ciento anual a 5 años) la descoloca en las preferencias.

Claro que esa difundida alternativa posibilitó a los bancos alcanzar niveles de tasas menores a los existentes antes del tequilazo, un mérito nada desdeñable. Y las noticias más impactantes en esa materia se originaron en los préstamos a tasa flotante, que impulsan los bancos con la línea de Tiavi (ver aparte). El Credicoop se posicionó con una tasa del 10,87 por ciento (serie I) y el Galicia con una del 12,25%, ambos a 15 años. También el Deutsche Bank hace pocos días salió con una tasa del 12 por ciento pero a un plazo menor, a 5 años.

Estas características reflejan el castigo a dos puntas que sufrió este negocio. La explosión financiera del primer semestre empezó por volatilizar los fondos de largo plazo de los bancos (aunque los bancos líderes en materia de depósitos de corto plazo se fortalecieron) y, cuando la situación empezó a mejorar a mitad del año, la recesión de la economía descolocó a los tomadores. Para colmo, precisamente desde agosto cuando el mercado empezó a desperezarse, las reyertas palaciegas siguieron golpeando –y lo siguen haciendo hasta hoy– sobre la confianza que, sin duda, es el punto más sensible de la plaza hipotecaria.

No obstante el mercado muestra ciertos síntomas de reactivación aunque le falta mucho para salir del bajón sufrido. Para Gustavo Furman, jefe de Producto del Banco Francés, "el mercado está repuntando pero la demanda es muchísimo menor que en 1994". Una fuente del Citibank, compartiendo ese diagnóstico, dijo a **CASH** que "la demanda se ha ido recomponiendo y actualmente el mercado muestra una cierta reactivación".

El *vía crucis* sufrido por los créditos hipotecarios queda bastante patente en los números del Galicia. "El crédito individual cayó de niveles de 25 a 30 millones de dólares mensuales en el segundo semestre del '94 a sólo 3,4% mensuales entre febrero y julio pasados (además restringidos a la operatoria de obras nuevas del banco), pero desde agosto se inicia un ascenso



que los coloca en estos momentos en 15 millones", comentó Andrés Siconly, gerente de Negocios Inmobiliarios del Galicia. Las estaciones que recorrió el Banco Quilmes siguieron la misma curva según el gerente de Préstamos Hipotecarios, Osvaldo Guggiana: de 6,5 millones de préstamos mensuales pasaron a sólo un millón, pero ahora se sitúan en torno de los cinco.

El dilema actual de los bancos es que tras adecuar los instrumentos en tasas y plazos se encuentran con que se multiplicaron los fantasmas de la gente sobre todo por la recesión, y nadie espera ya que se reedite un boom como el del '93. "El miedo que siempre se tuvo era el dólar pero en la actualidad no es el cuco más importante. En cambio sí es un tema, a partir del tequila, el desempleo. Eso sí da miedo a comprometerse a diez años. Es difícil hoy en la Argentina decir voy a tener una relación laboral tanto tiempo, lo que frena la decisión de cambiar de casa o comprar una propiedad", explicitó Guggiana.

Una situación atípica se verifica en el Banco de la Ciudad, que registró un fuerte crecimiento. Para Silvia Ribano, subgerente del Area Comercial, la causa de que su cartera de créditos hipotecarios trepara durante los últimos doce meses nada menos que al 239 por ciento refleja "la opción de algunos de preferirnos para endeudarse en un momento de inestabilidad, donde quien quiere pagar y hoy tiene trabajo no sabe si mañana queriendo pagar va a poder hacerlo".

Aunque los bancos tienden a no reconocer sus problemas de fondeo y atribuir todos los males a la demanda, ésa sigue siendo una de las principales causas de los altos niveles de las tasas. Por eso no pocos están trabajando afiebradamente en este momento para concretar la novedosa operatoria de securitización. Este mecanismo significa un importante flujo de liquidez, que volcado al mercado terminaría por hacer bajar las actuales tasas.

EL MENU

Banco	Monto -U$S-	Plazo Máx. -meses-	Tasa -Tna-	Cuota (1) -U$S-	Gastos Incluidos en la cuota	Ingresos mínimos	Cuota/Ingres. -en %-
Francés	**10.000 a 60% s/tasación**	**120**	**17,5(F)**	**175**	**–**	**2.000 (GF)**	**20**
Río	15.000 a 70% s/tasación	180	17,75(F)	174	c/SVI	1.500 (GF)	25/35
Quilmes	**10.000 a 60% s/tasación**	**120**	**18,6(F)**	**185**	**– (2)**	**1.500 (BI)(A) 1.300 (BI)(B)**	**25**
Credicoop	10 a 60.000 a 50% s/tasación	180	10,87(3) 12,12(4) (Tiavi)	113 120	– –	1.800 1.800	20
Ciudad	**sin mínimo a 70% s/tasación**	**120**	**16,0(V)**	**168**	**–**	**–**	**30 (GF)**
Citi	10 a 200.000 a 60% s/tasación	120	17,9(V)	179	–	2.000(pr)(A) 1.700(B)	25
Deustch	**20.000 a 60% s/tasación**	**60**	**12,0(V)**	**223**	**–**	**2.000(NI) 2.500(GF)**	**25**
Galicia	10 a 60.000 a 60% s/tasación	180	12,125(V) (Tiavi)	150	c/SV	1.200(BI) (GF)	25
BNL	**10 a 100.000 a 70% s/tasación**	**120**	**15,5(V)**	**164**	**–**	**1.800(NI) 2.400(GF)**	**25/30**

(1) Cuota por cada 10.000 dólares al plazo máximo
(2) Seguro incendio sin cargo
(3) Tiavi I
(4) Tiavi II y III
(F) Fija
(V) Variable
(GF) Grupo familiar

(A) Capital Federal y Gran Buenos Aires
(B) Resto del país
(BI) Ingresos brutos individuales
(NI) Ingresos netos invidiuales
SVI: Seguro de vida e incendio
SV: Seguro de vida.

Fuente: Elaboración propia sobre datos proporcionados por los bancos.

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO

Horacio Cagliani, gerente de Productos Financieros y Mercado de Capitales

• La demanda empezó a crecer pero no está ni cerca de la que era antes de estallar la crisis. Se está reactivando poco a poco, no tanto por el lado de la demanda sino por el de la oferta. Los tomadores están con incertidumbre y miran con un poco más de cuidado el endeudamiento de largo plazo. La necesidad de vivienda y de crédito sigue siendo muy grande y, además, estamos en niveles muy bajos si lo comparamos con otras partes del mundo.

• Antes de la crisis financiera tuvimos un crecimiento espectacular. Teníamos en ese momento una tasa del 12,5% a 10 años; que llegó a un máximo de 17% a 7 años, y ahora estamos en 15,5% a 10 años.

• Durante el efecto tequila casi todos los bancos dejaron de comercializar créditos hipotecarios. Fuimos de los pocos que quedamos en el mercado otorgando créditos. La gran diferencia que se ve ahora es que la demanda cayó mucho independientemente de los esfuerzos que estamos haciendo.

• La securitización la estamos analizando. Hay varios proyectos en el mercado, serán muy importantes porque permitirán el acceso de capitales privados a financiar este tipo de operaciones, lo que va a volcar un flujo de fondos muy grande; que en definitiva debería tender a que las condiciones para los tomadores vayan mejorando.

• En algunas encuestas que realizamos nosotros en el mercado a clientes que habían tomado créditos en distintos bancos comprobamos que uno de los puntos que más cuestionaban era que, hasta el momento que le liquidaban los fondos, no sabían exactamente cuánto dinero se iban a llevar. Básicamente el problema se manifestaba por el tema gastos. Esta es la gran diferencia entre los distintos bancos, cada uno lo comunica de una forma distinta. Varios dicen que no tienen gastos y lo que están diciendo es que no tienen gastos administrativos. Cuando se hace un análisis comparativo lo importante es saber a qué exactamente llama gastos cada uno.

Nosotros definimos la estructura de comisiones de la siguiente manera: 1) los gastos, impuestos y honorarios del escribano por la hipoteca; 2) los gastos por tasación; 3) los gastos administrativos y 4) el IVA de todos estos gastos. Además está el seguro de vida (1 por mil sobre el saldo de la deuda), y el de incendio que se paga al inicio y depende del plazo, pero es un costo muy menor.

Otros gastos son los costos de la escritura de compra-venta, y en esto no hay ninguna diferencia entre los bancos. En Capital llegamos a un total del 5,5 por ciento y en GBA al 6,5. En el resto del país varía, específicamente por las diferencias de impuestos y gastos por las escrituras de cada localidad.

La operatoria TIAVI

CON AYUDA OFICIAL

El sistema de otorgamiento de créditos hipotecarios mediante Tiavi (Títulos para la Vivienda, emitidos por el Banco Hipotecario) se está expandiendo. Tasas bajas y plazos largos.

"En los tres últimos meses la colocación de créditos Tiavi ha crecido un 158 por ciento y estamos recibiendo un promedio de 600 consultas diarias en todo el país", se entusiasmó ante **CASH** el responsable del Departamento de Relaciones con Entidades del Banco Hipotecario, Guillermo Ottobre.

El funcionario también destacó que las tasas de esos préstamos –12 por ciento anual promedio hasta 15 años de plazo– no sólo son las más bajas del mercado sino que además les permite regular el negocio de créditos hipotecarios. "Hay que pensar –detalló– que el Citibank estaba prestando al 20 por ciento, y que el Deutsche Bank salió a competir hace pocos días al 12 por ciento pero a cinco años de plazo."

De acuerdo con los números que manejan en el Hipotecario, la propuesta Tiavi tiene una creciente aceptación: los créditos otorgados pasaron de 3,2 millones de dólares mensuales en julio a 6,2 millones en setiembre, superando el nivel alcanzado a comienzo del año. Y ya sumaban 7,8 millones en los primeros 20 días de este mes.

La operatoria es canalizada a través de una red de bancos adheridos que asumen el riesgo crediticio de las operaciones y trabajan con las tasas, los plazos y las comisiones máximas que les fija el banco mayorista oficial.

Aunque este sistema de préstamos requiere que los solicitantes dispongan previamente de Tiavis para obtener el crédito (se otorga dos veces y media el monto reunido en bonos), algunos bancos se las han ingeniado para facilitar el acceso a quienes no disponen de esos títulos o del dinero necesario para adquirirlos. Estos créditos denominados "Puente" hacen de ese requisito prácticamente una formalidad y la operatoria pasa a asimilarse casi totalmente a la de un préstamo ordinario. Los bancos Credicoop y Galicia, por ejemplo, son algunos de los que ofrecen esa salida.

Precisamente, Andrés Sicouly, gerente de Negocios Inmobiliarios del Galicia, explicó que el crédito-puente que han desarrollado cubre el 90 por ciento del valor de los Tiavi que se precisarían comprar para cada crédito. El banco establece una prenda sobre esos mismos títulos y los mantiene en cartera por 30 días hasta la acreditación del préstamo final. "Nosotros perdemos plata con estas operaciones porque compramos y vendemos los Tiavi sin cobrar comisión, pero la idea es darle la posibilidad al cliente de sacar el préstamo", explicó Sicouly.

Por otra parte, el Banco Hipotecario autorizó desde hace quince días a aplicar los préstamos Tiavi a la cancelación de hipotecas sobre viviendas particulares. "No pocas personas soportan préstamos a tasas usurarias que ahora pueden reemplazar con tasas del 12 por ciento", señaló Ottobre.



BANCO GALICIA

Andrés Sicouly, gerente Departam[ento] de Negocios Inmobiliarios

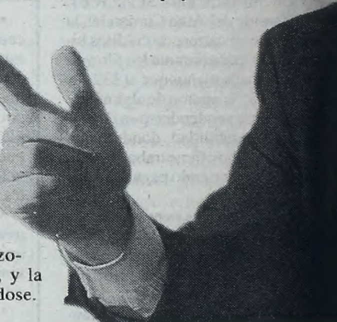
✓El mercado está empezando a tomar un nivel de actividad interesante. En dos o tres meses puede volver a los niveles anteriores al tequila en la medida en que no se produzcan noticias catastróficas.

✓En 1992 y 1993 el 80 por ciento de los solicitantes tenía algún tipo de manifestación de temor al tema dólar. En este momento esa señal no representa ni siquiera el 10 por ciento. Se pasó de un temor macro del tipo de cambio a una cuestión personal de cómo será su futuro individual. Diría que la mitad de los que toman un crédito, si manifiesta un temor se refiere a su situación dentro de la economía, si va a mantener su trabajo.

✓La línea que estamos colocando más es la del Tiavi, salvo para la demanda de departamentos nuevos por más de 60.000 dólares que atendemos con la tasa del 15,75% a tasa fija y a 10 años. Con los Tiavi, el mercado tiene un producto mejor que antes del Tequila.

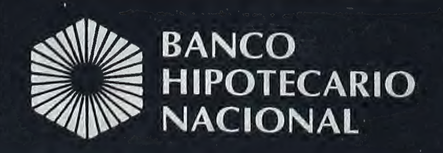
✓El *target* más realista es actualmente el de los sectores medios.

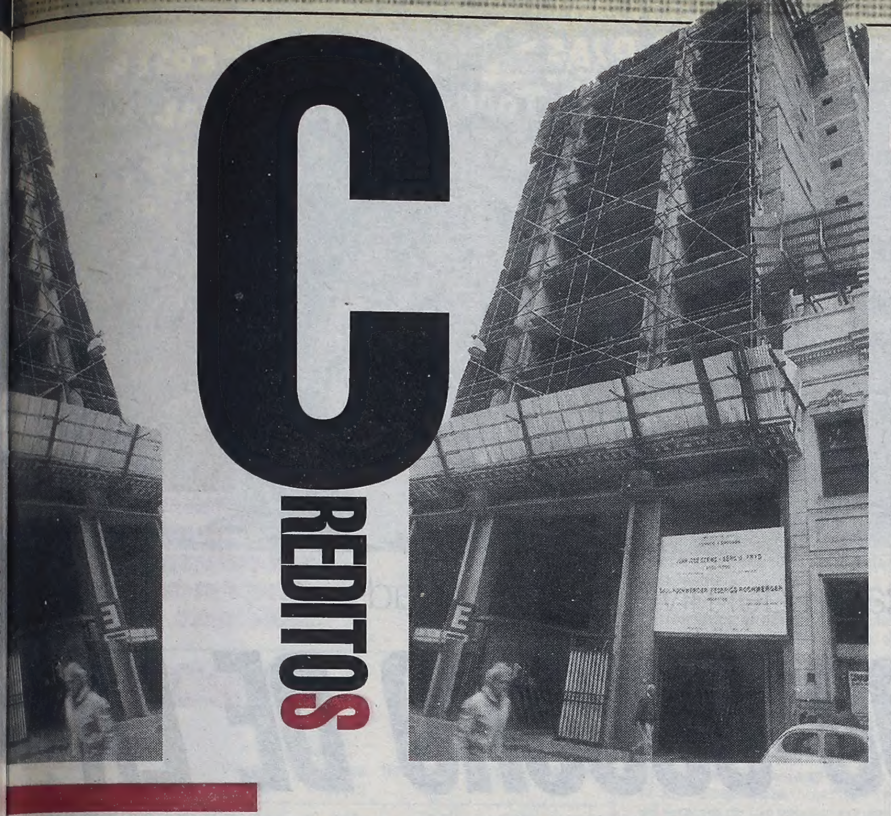
✓La oferta está presente –las líneas las tenemos y los productos son razonablemente buenos–, y la demanda está haciéndose.



BANCO CIUDAD

Silvia Ribano, subgerente del Area Comercial





BANCO QUILMES

Osvaldo Guggiana, Gerente Préstamos Banca Minorista



✓El mercado ha empezado a moverse, pero sigue lejos todavía de la operatoria anterior al tequila. La variedad de préstamos no es tan importante. Hay un puñado de bancos con una oferta conveniente, considerando plazos, tasas y gastos.

✓La gente ya no mira el crédito hipotecario solamente por el nivel resultante de la tasa. Ahora se estudia la tasa, el valor de la cuota, lee la letra chica del contrato y se preocupa por el plazo.

✓Hoy el problema que existe con las tasas fijas –que deberían bajar más–, es que con la situación de desconfianza es muy difícil que un inversor del exterior o local diga voy a invertir a 3 o 4 años. Entonces, los bancos se encuentran con que están obligados a fondearse a corto plazo, que es altamente peligroso y riesgoso. El escaso fondeo influye en que no bajen las tasas:

✓El mercado suavemente se va despertando, no tenemos la tasa pretequila pero es bastante conveniente.

✓Todo viene atado a la confiabilidad que tenga el país en el exterior. La incertidumbre hace que la gente se ponga nerviosa, y opte por no moverse; lo que influye nocivamente no sólo en los préstamos, sino también en el tema recesión e inversiones extranjeras.



BANCO RIO

Carlos Orlando, gerente del Departamento de Negocios Inmobiliarios

✓Desde agosto hemos tenido un incremento significativo en las operaciones. Cuando se lanzó la primera campaña, con telemarketing, a fines de ese mes tuvimos 800 llamados el primer día, que llegaron a más de 2.000 pocos días después. Hoy el nivel se mantiene bien. Generamos un valor agregado contundente al producto: se bajó la tasa y se agregó el preacuerdo en 48 horas.

✓Creo que el mercado seguirá creciendo aunque no llegará a un boom hipotecario como en el '93.

✓Nuestras tasas son fijas, del 13,75 a dos años y 17,75 a quince en dólares, y se mantuvo la de pesos (24%). La ventaja de esas líneas es que se tiene una cuota constante independiente de lo que pasa en los mercados. Son competitivas.

✓El preacuerdo en 48 horas da la seguridad de tener aprobado un crédito rápidamente y permite entonces más poder de negociación, a diferencia de buscar la vivienda y después ver si te otorgan el crédito. En 48 horas el banco entrega un certificado con validez de 45 días que puede renovarse. Se trata de facilitar y buscar con más tranquilidad.

✓La desocupación es uno de los puntos que vienen a gravitar en la decisión de tomar un crédito: creo que el tema incertidumbre es un tema fuerte.

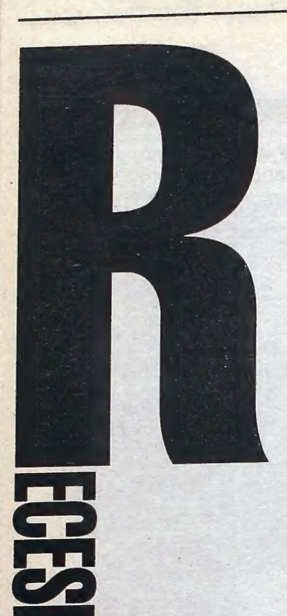
nto

✓Nuestros créditos hipotecarios cre-
on durante setiembre el 11 por cien-
medidos desde el mismo mes del
pasado la suba fue del 239 por cien-

✓Las tasas llegaron al 18 por ciento
lena crisis –aunque no fueron res-
idos en ningún momento– y desde
to comenzaron a bajar hasta recu-
el nivel pretequila.

✓Estamos trabajando sobre todo con
e en relación de dependencia por-
son los que mejor salen calificados.
tomadores que no estén en el mer-
es altamente probable que no ten-
situación fiscal, previsional e im-
tiva clara. Mucha población no es
sujeto de crédito porque se ha que-
fuera del sistema (no están blan-
adas) y no puede demostrar su capa-
ad de pago. Los segmentos de me-
res ingresos ya sacaron los créditos
e tenían que sacar.

✓También operamos con la línea de Tiavi (12,5% anual), pero observamos que, salvo que alguien ya disponga de estos títulos, la gente prefiere nuestra propia línea que es más conveniente.



ECESION



*(Por Nicolás Gadano *)* Pese a que desde el Gobierno se ha puesto énfasis en algunos indicadores que revelarían un punto de inflexión en la trayectoria del nivel de actividad económica (la baja de los stocks, según FIEL, algunos números del mercado laboral), analizando el conjunto de la información disponible parece un tanto audaz afirmar que la economía comienza a salir de la recesión. Por el contrario, en setiembre la producción industrial medida por FIEL no sólo cae respecto de agosto, sino que es inferior a la de setiembre de 1994, 1993 y 1992. La demanda global de energía eléctrica, que hasta agosto acumulaba un incremento del 5% respecto de igual período del '94, cae un 10% en setiembre y se ubica en un nivel un 0,6% inferior al de 12 meses atrás. También la recaudación aduanera del mes estaría indicando un nivel de importaciones reducido, inconsistente con una recuperación de la demanda agregada. En definitiva, distintas estadísticas no sólo no convalidan la hipótesis de la recuperación, sino que sugieren que la recesión se mantiene o incluso profundiza.

Caída del nivel de actividad

EL LADO OSCURO DE LA CONVERTIBILIDAD

La recuperación de la economía es por ahora un deseo. Diferentes indicadores revelan que la recesión se mantiene y que durará más de lo que muchos piensan.

> "La recesión actual se produce en el marco de un régimen sustancialmente distinto al de alta inflación de las experiencias anteriores."

El interrogante es cuánto tiempo más puede durar la recesión. Hay quienes analizan la duración de otros períodos recesivos en el pasado, suponiendo que los ciclos se repiten con características y extensiones similares, y pronostican una recuperación para el segundo o tercer trimestre del '96. Este análisis, sin embargo, no parece razonable si consideramos que la recesión actual se produce en el marco de un régimen sustancialmente distinto al de alta inflación de las experiencias anteriores. Entre otras diferencias, en el pasado era usual que durante la crisis las deudas acumuladas se licuaran a través de distintos mecanismos (fundamentalmente la inflación), fenómeno que más allá de consideraciones valorativas favorecía una más rápida recuperación. La inflación, además, facilitaba los cambios de precios relativos necesarios para que la economía se ajuste con menor impacto sobre las cantidades a un shock como el que afectó a la Argentina a fines del '94.

En el esquema de Convertibilidad, el ajuste de precios debe realizarse con bajas nominales que, en ausencia de un mecanismo de coordinación, se traducen en un lento proceso de recesión-deflación en el que se encuadra el significativo incremento reciente de las quiebras y del desempleo, que obviamente compromete las posibilidades futuras de recuperación. Las deudas no se licuan, y el aumento de las tasas de interés combinando con las caídas de ingresos de empresas y consumidores no sólo reduce la capacidad de gasto de los deudores sino que está provocando un creciente deterioro en la cartera activa de los bancos.

La idea de que las exportaciones pueden reemplazar al consumo como motor de la demanda agregada luce demasiado optimista. Es cierto que la economía está más abierta al comercio de bienes que hace algunos años, lo que reduce el impacto sobre el nivel de actividad de la reversión en los flujos de capitales. Sin embargo, la participación de las exportaciones en el producto es aún muy baja, por lo que en el corto plazo, aun creciendo a tasas muy altas, no pueden compensar caídas en el producto y la inversión.

Adicionalmente, es probable que para que la Argentina cambie sustancialmente su patrón de crecimiento hacia una expansión basada en las exportaciones y en la inversión en bienes transables aún se requiera un ajuste de los precios relativos importante, que por la vía de la deflación sólo puede alcanzarse con más recesión.

Desde el equipo económico se ha intentado sostener el nivel de gasto, cubriendo la menor recaudación con mayor endeudamiento y apostando a que en algún momento se revierta la caída en el nivel de actividad. En estos días sólo el aumento de los depósitos bancarios genera alguna expectativa de recuperación, ya que al incrementar la capacidad prestable debería inducir una mejora en la demanda agregada. Los temores de los bancos para prestar, y de la gente para endeudarse, han provocado que el stock de préstamos crezca pero a un ritmo menor, sin poder compensar hasta ahora los efectos de los multiplicadores adversos en funcionamiento desde que comenzó la recesión, que se potencian con las tensiones políticas dentro del Gobierno.

En tanto pasa el tiempo y la recesión se mantiene, resulta más difícil mantener la apuesta a que la recuperación es inminente. Da la sensación de que así como un shock negativo disparó la crisis y nos llevó al lado oscuro de la Convertibilidad, hace falta ahora un shock positivo que nos devuelva al círculo virtuoso de la entrada de capitales y el aumento sostenido de la demanda agregada. Afortunadamente el escenario internacional es favorable en términos de financiamiento externo, pero desde hace ya tiempo los capitales se dirigen a otras economías emergentes.

Quienes focalizan el problema en el desequilibrio fiscal reclaman una rebaja del gasto público que permitiría que los inversores externos recuperen la confianza, ingresen capitales y en el plano local, quienes han postergado sus decisiones de consumo e inversión por la incertidumbre respecto del futuro, se decidan a gastar. Una medida en principio contractiva podría tener un efecto expansivo al restablecer la certidumbre sobre las cuentas públicas.

A esta altura, el ajuste de las cuentas públicas parece inevitable. El riesgo es que los capitales no reingresen con la velocidad necesaria en tanto no se observen señales claras de recuperación económica. En ese caso, las medidas de recorte del gasto podrían conducir a una recesión mayor que se prolongue en el tiempo con graves consecuencias para el conjunto del sistema económico.

* *Economista de Macroeconómica.*

El Buen Inversor

CULEBRON INTERMINABLE

En la última semana se desarrolló otro capítulo de la pelea Menem-Cavallo. Los operadores ya están cansados de esa interna palaciega y destacan que esa disputa de poder y dinero está tapando el verdadero problema: el actual desequilibrio fiscal que ha puesto en jaque a la convertibilidad.

(Por Alfredo Zaiat) Otro capítulo del culebrón que tiene de protagonistas a la pareja Carlos Menem y Domingo Cavallo atrapó a la audiencia de financistas la última semana. Después de varios días de rating en descenso, debido a que el libreto obligó a los intérpretes a estar separados por viajes al exterior, los apuntadores de esa tortuosa relación de palacio decidieron moler un poco más de pimienta sobre el libreto. Y esa estrategia tuvo éxito: las mediciones de audiencia volvieron a niveles elevados. Pero los operadores ya saturados de los reiterados desencuentros de los personajes principales han empezado a sacar cuentas de cuánto están perdiendo mientras ellos dos se siguen tirando de los pelos. A muchos ya no les importa si Menem y Cavallo terminan a los besos o si definitivamente se separan, sino que están preocupados por el desequilibrio fiscal que se está profundizando mientras se desarrolla esa novela interminable.

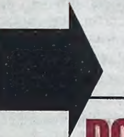
A medida que se extiende la recesión crece el déficit de las cuentas públicas, saldo en rojo que atemoriza a los inversores y que los lleva a liquidar sus tenencias de acciones y bonos. La caída de las cotizaciones genera a la vez un efecto pobreza en los integrantes del mercado de capitales lo que agudiza la recesión. Cavallo había apostado a un shock de confianza motorizado por un repunte de los papeles empresarios y de los títulos públicos para salir del proceso recesivo. Pero la propia dinámica del ciclo económico, con el agregado de la incertidumbre política alimentada por la implacable interna de Gobierno, originó el efecto contrario: un shock de desconfianza que está debilitando aceleradamente la convertibilidad.

Si bien nadie se imagina la posibilidad de un *default* (cesación de pagos) de los bonos argentinos en el corto plazo, ese riesgo crece en probabilidades si el panorama fiscal no mejora en los próximos meses. El Tesoro está registrando un déficit de unos 600 millones de pesos mensuales, bache que está siendo cubierto con postergación en pagos a proveedores, suspensión de otros gastos y mayor endeudamiento. A medida que el desequilibrio de las cuentas se vaya profundizando, a Cavallo le costará cada vez más recaudar fondos en el mercado internacional, ya que los inversores no estarán interesados en suscribir papeles argentinos debido al riesgo de no pago.

Entonces, el clima en el mercado no mejorará hasta que no se despeje el horizonte fiscal y financiero de 1996. Esta es la principal preocupación de los brokers extranjeros, y por ese motivo las preguntas que le hicieron a Menem en el encuentro que tuvieron en Nueva York sólo se refirieron a cómo se equilibrarán las cuentas fiscales. Los operadores de Wall Street no terminaron conformes con las respuestas del Presidente, y los papeles se derrumbaron. Con este panorama, la actividad en el recinto ha quedado reservada a profesionales, mientras que la mayoría de los operadores espera una jugada audaz de Cavallo (por ejemplo, reformular el presupuesto 1996 o conseguir un paquete financiero del FMI por 3000 millones de dólares) para recuperar la solvencia fiscal.

ACCIONES

	PRECIO (en pesos)		VARIACION (en porcentaje)		
	Viernes 20/10	Viernes 27/10	Semanal	Mensual	Anual
Acindar	0,54	0,50	7,4	-13,8	-44,1
Alpargatas	0,368	0,35	-4,9	-6,2	-49,3
Astra	1,57	1,445	-8,0	-17,0	-10,3
Atanor	1,98	1,85	-6,6	-5,1	12,1
Celulosa	0,329	0,31	-5,8	-8,8	-7,5
Ciadea (Ex Renault)	3,95	3,70	-6,3	-5,1	-43,6
Comercial del Plata	2,16	1,95	-9,7	-17,0	-23,5
Siderca	0,772	0,73	-5,4	-7,7	2,5
Banco Francés	7,45	7,06	-5,2	0,7	9,1
Banco Galicia	4,88	4,65	-4,7	4,1	17,9
Indupa	0,52	0,498	-4,2	-7,6	-9,5
Ipako	3,85	3,55	-5,2	-8,8	-12,7
Irsa	2,15	2,10	-2,3	-12,1	-23,6
Molinos	6,25	6,05	-3,2	-0,8	10,3
Pérez Companc	4,53	4,37	-3,5	0,0	25,2
Telefónica	2,24	2,05	-8,5	-14,6	-18,8
Telecom	3,95	3,67	-7,1	-12,6	-25,1
T. de Gas del Sur	2,03	2,03	0,0	-2,9	19,2
YPF	18,00	17,10	-5,0	-5,3	-16,7
Central Puerto	3,28	2,95	-10,1	-10,6	-36,4
INDICE MERVAL	423,53	400,58	-5,4	-7,2	-13,10
PROMEDIO BURSATIL	–	–	**-5,6**	**-7,7**	**-17,8**



DOLAR

(cotización en casas de cambio)

Viernes ant.	1,0015
Lunes	1,0015
Martes	1,0015
Miércoles	1,0015
Jueves	1,0015
Viernes	1,0015
Variación en %	–



INFLACION

(en porcentaje)

Octubre	0,3
Noviembre	0,2
Diciembre	0,2
Enero 1995	1,2
Febrero	0,0
Marzo	0,4
Abril	0,5
Mayo	0,0
Junio	-0,2
Julio	0,5
Agosto	-0,2
Setiembre	0,2
Octubre (*)	0,2

(*) Estimada

Inflación acumulada octubre de 1994 a setiembre de 1995: 2,2%.

MUNDO

Desempleo y déficit fiscal

AJUSTE A LA FRANCESA

(Por Raúl Dellatorre) La convocatoria al sacrificio por parte del primer ministro, Alain Juppé, no ha logrado conmover a los franceses, que ven en el aún joven gobierno de Jacques Chirac –que asumió en mayo de este año– a un cuerpo aquejado de parálisis e incapacidad para resolver la crisis. Los escándalos por corrupción y el desempleo reducen aún más el estrecho margen de maniobra del gobierno galo. Desde afuera de las fronteras, la visión no es más alentadora: ya son mayoría los analistas e incluso estadistas que avizoran con preocupación si Francia no estará próxima a tener que ceder en alguno de los dos objetivos que deberían marcar el rumbo de su política económica: reducir el desempleo o imponer el severo ajuste fiscal que le demandará alcanzar las metas presupuestarias fijadas en el Tratado de Maastricht, prerrequisito para la unión monetaria europea.

De las promesas hechas al asumir, hace apenas cinco meses, es poco lo que le queda a la administración Chirac. La prioridad que entonces le otorgaban las futuras autoridades a un plan antidesocupación quedó confrontada este mes con la huelga más grande de la última década por parte de los trabajadores estatales. Las intenciones de mantener un franco estable se hicieron pedazos a principios de este mes cuando el debilitamiento de la moneda francesa –y una consecuente suba en los intereses– arrastró al tembladeral financiero y bursátil a media Europa. Las proclamas de Chirac en contra de las reducciones salariales se diluyen hoy en medio de las advertencias de Juppé acerca de que "todo el mundo deberá ahorrar".

Mientras los franceses miden a su gobierno en función de los resultados de la política contra el desempleo, los socios comunitarios lo hacen según el cumplimiento de las exigencias de Maastricht. El déficit fiscal, que en 1994 había superado por algunas décimas el 4% del PBI, ya se eleva por encima del 5%. El compromiso de bajarlo al 3% hacia fines de 1997 parece difícil de cumplir, e incluso el ministro de Finanzas alemán expresó su escepticismo al respecto. "No creo que Francia tenga éxito", sentenció Theo Waigel al ser consultado sobre la capacidad de aquel país para alcanzar el objetivo.

Incluso los que aún creen que Chirac podrá pasar el examen de Maastricht, ven nubarrones en el horizonte. La pregunta que se hacen es si el gobierno francés podrá echar mano a los ajustes necesarios y, al mismo tiempo, cumplir la promesa de reducir el desempleo, que sigue oscilando en el orden del 12%. Hay una marcada tendencia a creer que la respuesta es "no". La estructura estatal está involucrada en algo más del 40% de la economía, la carga impositiva en relación al PBI es seis puntos mayor a la de Alemania y el gasto público representa 13 puntos más del PBI que el correspondiente al gobierno británico.

Cualquier ajuste está llamado a tener fuerte repercusión social, lo cual vuelve a trasladar el conflicto al plano interno. El malestar de los franceses, que ya se refleja en la estrepitosa caída de los niveles de popularidad del presidente y su primer ministro, puede ser una peligrosa caja de resonancia para un gobierno acosado por las denuncias de corrupción a sus principales figuras.

PERIPLO

HUELGA. El Tribunal de Cuentas de Brasil estimó en 335,8 millones de reales (aproximadamente 350 millones de dólares) las pérdidas de Petrobrás por la huelga de petroleros realizada en el mes de mayo. La auditoría del organismo determinó –"de manera aproximada"– que la petrolera estatal resignó ingresos por 132,7 millones de reales por ventas no realizadas, y debió pagar gastos de importación extra por 243,9 millones y gastos operativos adicionales por 2 millones. Por otra parte, la empresa habría economizado 42,8 millones en compras al mercado interno por la huelga de 30 días, que llegó a amenazar el abastecimiento de combustible y la distribución de gas domiciliario.

AJUSTE. Cual si fuera un boomerang, los consejos de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) se le han vuelto en contra. Tras años de recomendar a los gobiernos la reducción de sus gastos, ahora enfrenta la posibilidad de que los países miembros reduzcan sus contribuciones a la entidad. Estados Unidos –cuya partida representa el 25% del presupuesto total– considera esa posibilidad, y es probable que otros lo sigan.

ENFOQUE

(Por Guillermo Rozenwurcel)*

En la opinión de la mayoría de los expertos más consultados por los medios de comunicación, la actual crisis económica se debería fundamentalmente a nuestra mala suerte: primero sufrimos los efectos del "tequilazo" mexicano, y más recientemente, cuando parecía que empezábamos a recuperarnos, comenzaron las desavenencias entre Menem y Cavallo.

Según este enfoque, ambos fenómenos provocaron la desconfianza de los inversores, interrumpiendo las entradas de capitales y desencadenando la recesión. De acuerdo con este mismo enfoque, que podríamos calificar de psicologista, los lineamientos de la política económica vigente desde abril de 1991 no tienen nada que ver con el problema, y por ende no deben modificarse en lo más mínimo. Es más, lo que haría falta para recuperar la confianza de los inversores y salir cuanto antes de la crisis es mostrar un Ejecutivo monolítico, férreamente decidido a profundizar esa política acelerando las reformas estructurales pendientes.

Sería ingenuo minimizar las consecuencias negativas de la crisis mexicana y el desenfrenado internismo oficialista sobre la economía argentina. Pero tampoco conviene olvidarse que las primeras dificultades en la marcha de la convertibilidad afloraron a mediados de 1994, varios meses antes de la devaluación en México, debido a las severas limitaciones que tiene el actual esquema de política económica para enfrentar situaciones externas aunque más no sea moderadamente desfavorables.

Por otra parte, es preciso recordar que a lo largo de este año no todo fue mala suerte. En realidad, dos elementos del contexto internacional contribuyeron a suavizar los efectos de la crisis. Uno fue el inmediato apoyo recibido por el Gobierno por parte del FMI y demás organismos multilaterales, preocupadísimos por evitar un segundo México, que permitió sustituir rápidamente las entradas voluntarias de capitales por un paquete de asistencia financiera externa de nada menos que 11 mil millones de dólares. El otro fue el impacto combinado de los aumentos de precios internacionales de las commodities y la fuerte expansión de la demanda interna en Brasil, que en buena medida posibilitaron un excepcional crecimiento de nuestras exportaciones. Ambos factores permitieron que los ajustes del sector externo y del sistema bancario resultaran menos traumáticos desde el punto de vista del nivel de actividad.

"Sin política cambiaria ni monetaria por imperio de la convertibilidad, y sin política fiscal por las rigideces del gasto y la inexistencia de financiamiento voluntario, el margen de maniobra de la política económica es ínfimo."

Pero además, el Gobierno también contó con una inusual comprensión del FMI cuando en agosto tuvo que admitir el incumplimiento de las metas fiscales comprometidas con la institución a comienzos del año. La renegociación consecuente representó un alivio de 4400 millones de dólares para el Gobierno.

Sea como fuere, todo indica que la recesión se está profundizando y será más prolongada de lo que muchos especialistas pronosticaban, con más voluntarismo que fundamentos, hace un par de meses. En el corto plazo las apelaciones bienintencionadas a la recuperación de la confianza o la profundización de las reformas estructurales no parecen suficientes para revertir la tendencia declinante del consumo y la inversión agregados. Por otro lado, hay buenas razones para esperar un crecimiento mucho menos espectacular de las exportaciones en el futuro próximo.

"Hay buenas razones para esperar un crecimiento mucho menos espectacular de las exportaciones en el futuro próximo."

Frente a este panorama el Gobierno aparece desde hace varios meses paralizado. El internismo exacerbado es parte del problema. Pero en verdad hay una razón más profunda, que no tiene que ver con la política sino con la economía: sin política cambiaria ni monetaria por imperio de la convertibilidad, y sin política fiscal por las rigideces del gasto y la inexistencia de financiamiento voluntario, el margen de maniobra de la política económica es ínfimo.

Al adoptarse el régimen de convertibilidad en 1991 se optó por una inserción completamente pasiva de nuestra economía a los mercados internacionales. Hasta fines de 1994 el mito de que esa elección era la receta milagrosa que nos permitiría acabar con la inflación y convertirnos en una economía desarrollada sin ningún costo hipnotizó prácticamente al conjunto de la sociedad. Como el mito permitía ganar elecciones, el Gobierno ignoró sistemáticamente todas las señales de alerta que fueron apareciendo y desestimó cualquier cambio de política, cuando las condiciones económicas aún eran propicias para intentarlo.

Ahora estamos en el peor de los mundos. El mito se desvaneció y la convertibilidad está ciertamente amenazada. Pero al mismo tiempo, la probabilidad de un cambio ordenado de política es mínima. En cualquier caso, como lo señala crudamente la evolución del desempleo, el costo de la crisis será enorme.

** Economista del Cedes*

EL BAUL DE MANUEL

Por M. Fernández López

Cuando meen las gallinas

Erich Fromm, el psiquiatra germano-americano, destacaba que los mil matices del amor y del amar sólo hallan en inglés una palabra, love; signo en las sociedades anglófonas de cierto desdén por diferenciar matices amatorios. De donde una lengua con muchas variantes de "amor" correspondería a sociedades con gran desarrollo del arte de amar (aquellas con muchas formas de decir "curro" tendrían desarrollada el arte de currar). ¿Se fijó cuántas formas verbales y gestuales populares tenemos en la Argentina para señalar que algo no ocurrirá, además de otras ("las calendas griegas", "cuando meen las gallinas") aceptadas por la Real Academia? El "año verde", el año "del jopo", el día "del arquero", el día "de la escarapela", etcétera. Los muchos nombres y matices ¿no revelan que el fenómeno alcanza una difusión inusitada, que atraviesa diversísimas capas sociales y situaciones; cuya presencia es reconocida, tolerada y aún objeto de ejercicio y perfeccionamiento, de un verdadero arte de defraudar, de hacer de cumplimiento imposible las más diversas promesas? Como un deporte, a ver quién es más convincente en fingir obligarse a un contrato y luego más impune un incumplirlo. El caso más conocido es la mentira del salariazo, prometido en 1989, y en torno del cual se anudó un contrato implícito entre una mayoría de electores y el candidato Menem. Finalizado el término contractual, el valor del salario era mucho más bajo o cero para dos millones de trabajadores, sin que el contrato se hubiese denunciado ni el incumplidor obligado a respetar su compromiso. Otro caso: los aportes jubilatorios de tres o cuatro décadas, calculados como una fracción del salario, bajo explícita promesa estatal de devolver mensualmente 82 por ciento del salario; sin embargo, tras reiteradas malversaciones por el propio Estado, sólo son magras limosnas, insuficientes para cubrir las necesidades animales –comer, beber, vestirse, tener techo–; ni hablar de necesidades humanas –leer un diario, viajar, estudiar–. Cuando, a través de tamaños ejemplos, el Estado educa a la población sobre cómo han de respetarse los contratos, poca puede ser la credibilidad interna y externa de sus promesas. ¿Cuándo el Plan Quinquenal comenzará a pulverizar el desempleo? ¿Cuándo volverán los capitales? ¿El día del arquero? ¿El año del jopo?

A pensar a otra parte

Autores vedados, emigrados forzosos, confinados, asesinados, los economistas en las dictaduras corrieron la suerte del común. Y no ratones, sino príncipes de la ciencia. Petty, primer clásico, no vio en vida en letra de molde sus mejores obras, publicadas al cambiar en 1688 el clima político. Say, primer catedrático de economía en Francia, vio su *Traité* censurado por Napoleón, y hubo de resignar su cargo público y emigrar a Artois. A Flores Estrada, patriarca de la economía española, lo obligó a emigrar el absolutismo (1814). El destierro le tocó a Marx en 1843, quien vivió sus postreros años en Londres. El fundador de la escuela sueca, Knut Wicksell, ya publicadas sus 3 obras principales, por satirizar un dogma religioso fue condenado a 2 meses de cárcel. En 1922 Mussolini acusó de derrotista y saboteador a Sraffa exiliado de por vida en Inglaterra (adonde fue confinado en campo de concentración). Kondratieff, arrestado en 1930, deportado y desaparecido. Tras la crisis emigraron: W.W. Leontief (1932 Berlín-EE.UU.); J.A. Schumpeter (1932 Bonn-Harvard); G. Haberler (1932 Viena-Harvard). Tras la suba de Hitler: J.V. Neumann (1933 Hamburgo-Princeton); P.A. Baran (1933 Berlín-Londres); R.A. Musgrave (1933 Alemania-EE.UU.); J. Marschak (1933 Heidelberg-Oxford); F. Machlup (1933 Viena-Buffalo); O. Lange (1935 Cracovia-Michigan). Tras invadirse Austria (1938) salieron de Viena O. Morgenstern (a Princeton); A. Wald (a Colorado Springs); A. Gerschenkron (a California); y de Budapest: T. Scitovsky (a Londres). Ante la guerra: F. Modigliani (1939 Roma-EE.UU.); A.P. Lerner (1939 Londres-EE.UU.); M.Kalecki (1940 Varsovia-Oxford); T.C. Koopmans (1940 Holanda-EE.UU.); L.V. Mises (1940 Ginebra-EE.UU.); A.O. Hirschman (1941 Francia-EE.UU.). En el 40 lo mejor de Harvard eran emigrados: Schumpeter, Haberler y Leontief. En la Argentina, el primer catedrático de Economía y creador de la moneda nacional, P.J. Agrelo, se exilió en Filadelfia; siguieron Alberdi, Echeverría y V.F. López, exiliados en Chile o Uruguay. En 1948, la presión oficial a través de dirigentes estudiantiles forzó a Prebisch a dejar Ciencias Económicas (UBA) y precipitó su ida a Chile, a dirigir la CEPAL. Y en Brasil, el ministro Furtado, privado de derechos cívicos tras el golpe del '64, hallaría en la Sorbonne luminoso exilio.

BANCO DE DATOS

TGS

La compañía transportadora de gas natural más grande del país registró una utilidad neta de 43,2 millones de pesos en el tercer trimestre de este año, un 9 por ciento más respecto de igual período del año anterior. Para el ejercicio de nueve meses que cerró el 30 de septiembre, la ganancia de TGS alcanzó los 122 millones de pesos, 8 por ciento más en relación a los 112,9 millones del balance de 1994. TGS, controlada por Pérez Companc y Enron Pipeline Company, ha obtenido un record de entregas de 48,1 millones de metros cúbicos diarios durante el período invernal, representando un incremento del 11 por ciento comparado con el año anterior. Los ingresos por ventas provenientes del segmento de Transporte aumentaron 6,8 millones de pesos como consecuencia de mayores despachos generados por la expansión realizada en el Gasoducto San Martín. Además, los ingresos del sector Procesamiento, los cuales representaron el 11 por ciento del total de los recursos por ventas, aumentaron 1,9 millones por mejoras en el desempeño operativo del complejo General Cerri.

IPAKO

La petroquímica de la familia Zorraquín está diseñando su estrategia para participar en la subasta de Petroquímica Bahía Blanca e Indupa. Para ello, está poniendo en orden su situación financiera y recuperando paquetes accionarios que en su momento habían dado en prenda para obtener fondos frescos. Ipako recuperó el 25 por ciento del capital de Polisur, una de las compañías más importante del polo petroquímico, que estaba en manos de la Corporación Financiera Internacional –subsidiaria del Banco Mundial para atender al sector privado–. Mediante una compleja operación financiera, con opciones y prendas, Ipako pagó 10.870.512 dólares para liberar esas acciones de Polisur.

INVAP-SE

En una operación financiera por un monto total de 80 millones de dólares, el Banco de la Provincia de Buenos Aires otorgó garantías a INVAP, compañía estatal dedicada al desarrollo tecnológico de enriquecimiento de uranio, para que esa empresa firmara un convenio con la autoridad de Energía Atómica de Egipto. El acuerdo consiste en que INVAP apoyará un proyecto de diseño, construcción, montaje y puesta en marcha de un reactor nuclear multipropósito destinado a la producción de radioisótopos. Las obras concluirán a fines de 1977, y esta operación constituye la exportación más significativa de una planta llave en mano que la Argentina haya efectuado al contado.

JORNADAS

El Colegio de Graduados en Ciencias Económicas organizará la X Jornadas de Administración, en Mar del Plata, el 9, 10 y 11 de noviembre.